

## ～TMAMマーケットウィークリー（7/10～14）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

## Topic : YCC修正観測や米金利の低下などにより、円高米ドル安が急速に進行

- 今週（7月10日～13日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、FRB（米連邦準備制度理事会）高官からのタカ派的な発言が重石となったものの、6月のCPI（消費者物価）でインフレ鈍化が鮮明となったことを受け、FRBによる年内2回の追加利上げ観測が後退したことなどから、週後半にかけて堅調に推移しました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週末の内田日銀副総裁の発言により、日銀がYCC（イールドカーブ・コントロール）を修正するとの見方が強まったことや米金利の低下を受け、円高米ドル安が進行し、週半ばにかけて軟調に推移しました。その後は、米CPIの鈍化を受けた米株高などが支えとなり上昇に転じたものの、前週末比では下落となりました。
- 来週（7月17日～21日）は、日本の全国CPI（6月）に注目しています。全国の先行指標とされる東京都区部の6月コアCPI（6月30日公表）は、電力大手7社が電気料金を値上げしたことにより前年比+3.2%（5月：同+3.1%）と小幅ながら伸びが拡大していることから、6月の全国コアCPIは東京都区部と同様、伸びが高まることが予想されます。引き続き基調的な物価上昇圧力の強さが確認できれば、7月の金融政策決定会合で、日銀によるYCCの修正を後押しすると考えられます。

【図表1 金融市場の動向】

		直近値		先週末との比較	
				変化率 (%)	変化幅
株 価	日経平均株価（円）	7月14日	32,391.26	0.01	2.84
	TOPIX		2,239.10	▲0.70	▲15.80
	NYダウ（米ドル）	7月13日	34,395.14	1.96	660.26
	S&P500		4,510.04	2.53	111.09
	ユーロ・ストックス50指数	7月13日	4,391.76	3.66	155.16
1 0 回 り 国 債	日本（%）	7月14日	0.48	—	0.05
	米国（%）	7月13日	3.76	—	▲0.30
	ドイツ（%）		2.49	—	▲0.15
為 替	ドル円（円/米ドル）	7月14日	138.04	▲4.24	▲6.11
	ユーロ円（円/ユーロ）		154.89	▲1.27	▲1.99

(出所) Bloomberg

(注) ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の仲値

【図表2 今週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	結果
7/10 (月)	日本	6月現状判断DI (景気ウォッチャー調査)	54.7	53.6
		6月先行き判断DI (景気ウォッチャー調査)	54.2	52.8
	中国	6月消費者物価指数	前年比+0.2%	同0.0%
		6月生産者物価指数	前年比▲5.0%	同▲5.4%
11 (火)	ユーロ圏	7月ZEW景況感調査	—	▲12.2
	米国	6月NFIB中小企業楽観指数	89.9	91.0
12 (水)	日本	6月国内企業物価指数	前年比+4.4%	同+4.1%
		5月コア機械受注	前年比+0.1%	同▲8.7%
	米国	6月消費者物価指数	前年比+3.1%	同+3.0%
		6月消費者物価指数 (食品及びエネルギーを除く)	前年比+5.0%	同+4.8%
13 (木)	米国	新規失業保険申請件数	25.0万件	23.7万件
		6月生産者物価指数	前年比+0.4%	同+0.1%
14 (金)	米国	7月ミシガン大学消費者信頼感指数	65.5	

(出所) Bloomberg (注) 14日10時時点のデータ

※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
 ※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

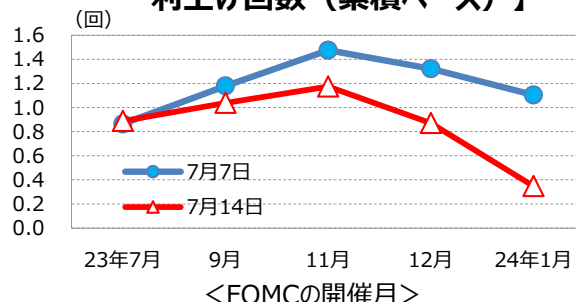
## 米国株式市場：年内2回の追加利上げ観測の後退を受け、反発

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比＋2.53%上昇しました。

FRB高官からのタカ派的な発言（図表4）が株価の重石となかなか、前週に下落した反動で自立反発狙いの買いが入ったことや、6月のCPIでインフレ鈍化が鮮明となったことを受け、FRBによる年内2回の追加利上げ観測が後退したことなどから、週後半にかけて堅調に推移しました。

年内2回の追加利上げが示唆された6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）以降、金融市場では追加利上げを織り込む動きがみられたものの、インフレ鈍化が鮮明となったことでCPI公表後は利下げ観測が後退しています（図表3）。

【図表3 FF金利先物が織り込む利上げ回数（累積ベース）】



（出所）Bloomberg

（注）1回あたりの利上げ幅は0.25%

【図表4 最近のFRB高官の発言】

日付	FRB高官	発言内容
7/10	デリー・サンフランシスコ連銀総裁	高すぎるインフレ率を持続的に2%の目標に戻すには <b>年内あと2回の利上げが必要となる公算が大きい</b> 。
	メスター・クリーブランド連銀総裁	インフレを確実に持続可能かつタイムリーに2%に戻すために、 <b>フェデラル・ファンド（FF）金利を現在の水準から幾分引き上げ</b> 、経済動向を巡る一段の情報を蓄積しながら、 <b>当面その水準で維持する必要がある</b> 。
7/12	カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁	<b>政策金利をより高水準に維持する必要があるかもしれない</b> 。
7/13	ウォラー・FRB理事	インフレ率を中銀目標に戻すために <b>FRBは年内あと2回の利上げが必要だ</b> 。

（注）各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

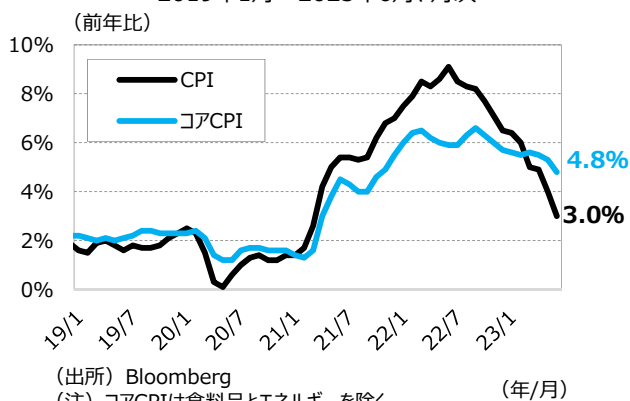
## 米国経済：インフレ鈍化が鮮明に

7月12日に米国労働省が公表した6月の消費者物価指数（CPI）は、前年比＋3.0%（5月：同＋4.0%）と、2021年3月以来の低水準となりました（図表5）。内訳では、サービス（5月：前年比＋6.3%→6月：同＋5.7%）の伸びが鈍化したほか、財（5月：前年比＋0.6%→6月：同▲1.2%）が下落に転じています。財については、世界的な景気減速などを背景にエネルギー価格上昇が一服したことに加え、上昇ペースが早かった2022年の裏が出たと考えられます。

変動の大きい食料品とエネルギーを除くコアCPIについては、前年比＋4.8%（5月：同＋5.3%）と市場予想（同＋5.0%）を下回りました。今回の結果は、年内2回の追加利上げを示唆するFRB（米連邦準備制度理事会）が引き締めペースを鈍化することを正当化する内容となりました。

【図表5 CPI、コアCPI（前年比）の推移】

2019年1月～2023年6月、月次



（出所）Bloomberg

（注）コアCPIは食料品とエネルギーを除く

（次頁へ続く）

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

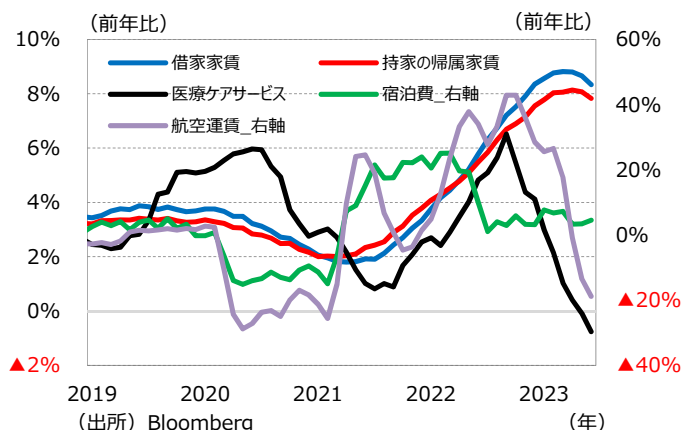
コアCPIを項目別にみても、インフレ鎮静化に向けた明るい材料が散見されます。

コア財（5月：前年比+2.0%→6月：同+1.4%）は2か月連続で伸びが鈍化したほか、コアサービスは2022年12月から2023年3月にかけて前年比+7%台の伸びが継続した後、4月の同+6.8%から6月には同6.2%へ低下しています。

コアサービスの内訳では、航空運賃や医療ケアサービスの下落が続いているほか、粘着性の強い家賃も緩やかながら伸びが鈍化しており（図表6）、賃金上昇率の鈍化が継続すれば、サービスインフレは一段と抑制される可能性があります。

【図表6 コアサービス価格の推移】

2019年1月～2023年6月、月次



## 日本株式市場：日銀によるYCC修正観測を受け、続落

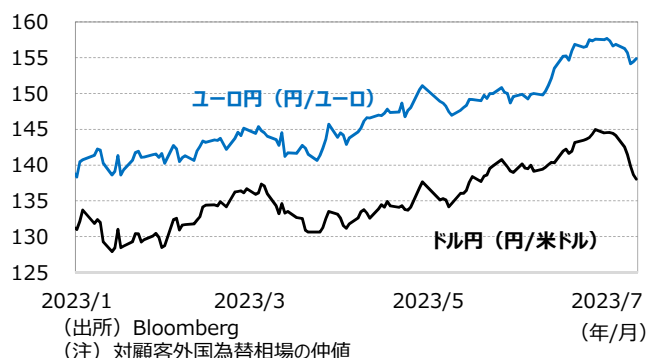
為替市場では、前週末に日銀の内田副総裁が日本経済新聞のインタビューで、YCC（イールドカーブ・コントロール）の運用について「バランスをとって判断していきたい」とYCCの修正に含みをもたせたことで、日銀によるYCC修正観測が高まったことなどを受け、週を通じて円高米ドル安が進行しました（図表7）。また、米国のCPIが市場予想を下回り米金利が低下したことも、円高米ドル安を後押ししました。週末（14日）のドル円は1米ドル＝138.04円と7日（144.15円）に比べ、4.24%の円高米ドル安となりました。

日本株式市場は前週末比で下落しました（図表8）。

TOPIX（東証株価指数）は、日銀がYCCを修正するとの見方から円高米ドル安が進行したことを受け、輸出関連株を中心に売りが入り、週半ばにかけて軟調に推移しました。その後は、米CPIの鈍化を受けた米株高などが支えとなり上昇に転じたものの、前週末比では下落となりました。

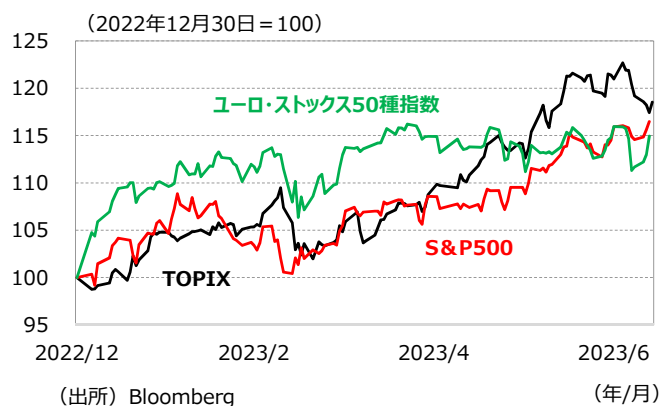
【図表7 為替市場の動向】

2023年1月4日～2023年7月14日、日次



【図表8 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年7月13日、日次、現地通貨ベース



## 日本経済：値上げ継続も、物価上昇に一服感

日銀が公表した企業物価指数によると、6月の国内企業物価指数（企業間で取引される財価格）は前年比＋4.1%と、2021年4月以来の低い伸びとなりました（図表9）。内訳では、川下の飲食料品などが価格転嫁（値上げ）の動きもあり、高い伸びが継続している一方で、原油高一服や政府の電気・ガス価格激変緩和対策により、電気・都市ガス・水道の伸びが縮小しています。

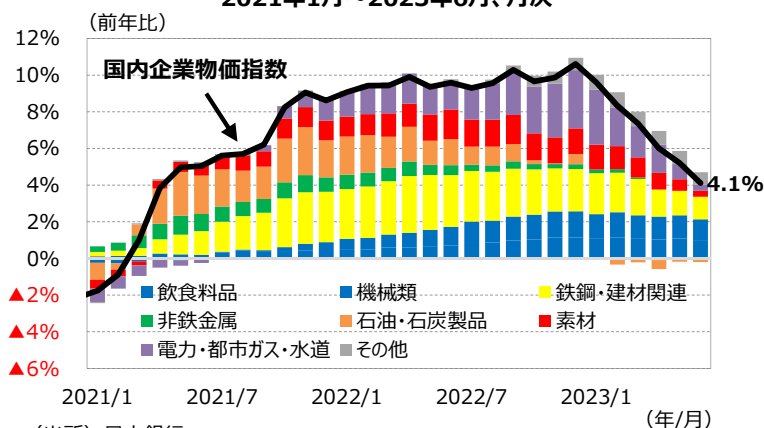
6月の輸入物価指数（円ベース）は前年比▲11.3%と3か月連続のマイナスとなりました（図表10）。資源価格上昇の一服に加え、上昇ペースが早かった2022年の裏が出ることにより輸入物価指数は下落を続けています。

輸入物価指数の変化率を需給要因と為替要因に分解してみると、海外経済の減速などを背景に需給要因がマイナスとなっていることに加え、円安による物価押し上げ効果（為替要因）は減退しつつあります。資源高の一巡や円安の一服により、輸入物価指数は当面下落幅を拡大することが見込まれることから、川下の消費者物価（CPI）に下押し圧力がかかることが予想されます。

内閣府が公表した景気ウォッチャー調査によると、6月の現状判断DIは53.6、先行き判断DIは52.8とともに前月から低下したものの、景気の拡大・縮小の分れ目である50を上回っています（図表11）。

インバウンド需要の回復や、新型コロナウイルス感染症の5類移行に伴う内需の増加がみられるものの、物価上昇の影響などが景況感を下押ししたとみられます。回答者のコメントをみると、「新型コロナウイルスが5類感染症に移行したことで、インバウンドの回復や外食の増加など、業界によってはかつての水準に戻ってきたと感じる。ただし、円安の進行や物価の上昇など、消費者の視点では景気が良くなっているとはいえない」（近畿・新聞社）などの声が寄せられています。先行きについても、物価上昇への懸念に加えて、コロナ感染者数の増加への懸念がみられるものの、依然として楽観的な見方は継続しています。

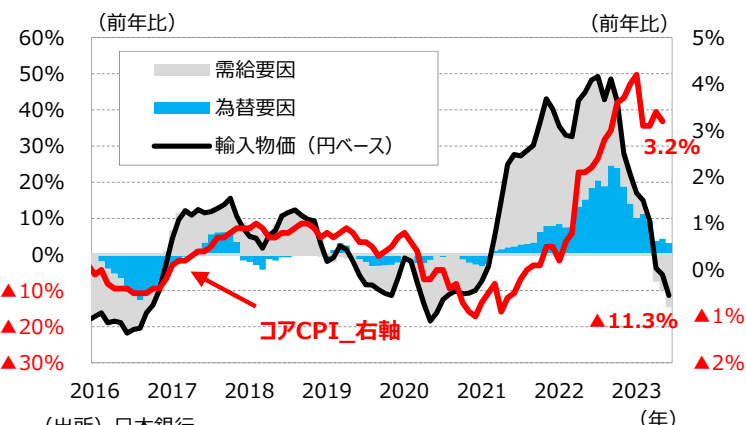
【図表9 国内企業物価指数の推移】  
2021年1月～2023年6月、月次



(出所) 日本銀行

(注) 機械類：はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器  
鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、木材・木製品、スクラップ類  
素材：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品  
その他：その他工業製品、鉱産物、農林水産物

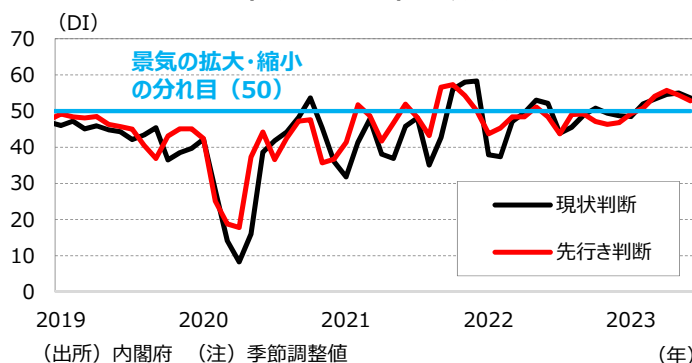
【図表10 輸入物価指数とコアCPIの推移】  
2016年1月～2023年6月、月次



(出所) 日本銀行

(注) コアCPIは消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）、2023年5月までのデータ  
需給要因は、輸入物価指数（契約通貨ベース）の前年比  
為替要因は、輸入物価指数（円ベース）÷輸入物価指数（契約通貨ベース）の前年比

【図表11 現状判断DIと・先行き判断DIの推移】  
2019年1月～2023年6月、月次



(出所) 内閣府

(注) 季節調整値

※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)



来週は、日本の全国CPI、日銀からの情報発信に注目

来週は、日本の全国CPI（6月）、日銀からの金融政策に関する情報発信に注目しています(図表 1 2)。

5月の全国コアCPI（生鮮食品を除く）は前年比+3.2%と前月（同+3.4%）から伸びが鈍化しました（図表 1 3）。もっとも、全国の先行指標とされる東京都区部の6月コアCPI（6月30日公表）は、電大手7社が電気料金を値上げしたことにより前年比+3.2%（5月：同+3.1%）と小幅ながら伸びが拡大していることから、6月の全国コアCPIは東京都区部と同様、伸びが高まることが予想されます。

引き続き基調的な物価上昇圧力の強さが確認されれば、日銀によるYCCの修正を後押しすると考えられます。内田副総裁は日経新聞のインタビューで、足もとの賃金・物価情勢について「デフレ期に定着していた企業行動にようやく変化の兆しが出てきた」と評価しつつ、YCCの運用については「市場機能に影響を与えていることは強く認識している」と副作用の存在も認めています。

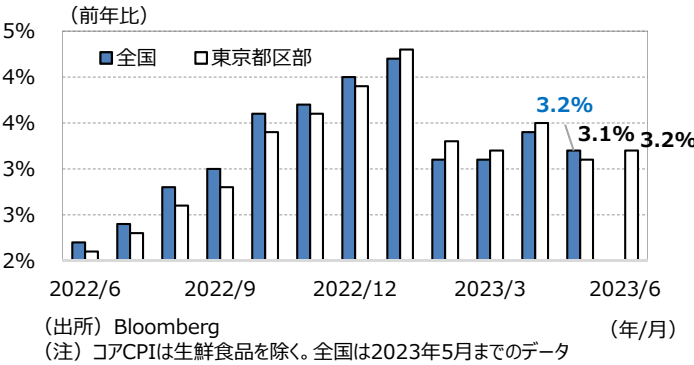
7月の日銀金融政策決定会合後に公表される展望レポートで、2022年度以降、コアCPIが3年間にわたって物価安定目標である2%が達成される見通しとなれば、副作用があると考えられているYCCの修正に踏み切る可能性があります。

【図表 1 2 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
7/17 (月)	中国	4-6月期実質GDP	前年比+7.1%	同+4.5%
		6月小売売上高	前年比+3.2%	同+12.7%
		6月鉱工業生産	前年比+2.5%	同+3.5%
18 (火)	米国	7月CPI-3ヶ連銀製造業景気指数	0.0	6.6
		6月小売売上高	前月比+0.5%	同+0.3%
		6月鉱工業生産	前月比0.0%	同▲0.2%
19 (水)	英国	6月消費者物価指数	前年比+8.3%	同+8.7%
		6月消費者物価指数 (エネルギー・食品・たばこを除く)	-	前年比+7.1%
	米国	6月住宅着工件数	146.5万件	163.1万件
		6月建設許可件数	148.3万件	149.6万件
20 (木)	日本	6月全国消費者物価指数	前年比+3.3%	同+3.2%
		6月全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	前年比+3.2%	同+3.2%
		6月全国消費者物価指数 (生鮮食品及びエネルギーを除く)	前年比+4.2%	同+4.3%
	ユーロ圏	7月消費者信頼感指数	-	▲16.1
	米国	7月フィッシャー連鎖景況指数	▲10.0	▲13.7
		新規失業保険申請件数	-	23.7万件
		6月中古住宅販売件数	425万件	430万件

(出所) Bloomberg (注) 14日10時時点のデータ

【図表 1 3 全国・東京都区部のコアCPI】  
2022年6月～2023年6月



【図表 1 4 展望レポートの  
物価見通し (2023年3月時点)】

(前年比、政策委員見通しの中央値)		
	消費者物価指数 (生鮮食品を除く、コアCPI)	消費者物価指数 (生鮮食品及びエネルギーを除く、コアコアCPI)
2022年度	3.0%	2.2%
1月時点	3.0%	2.1%
2023年度	1.8%	2.5%
1月時点	1.6%	1.8%
2024年度	2.0%	1.7%
1月時点	1.8%	1.6%
2025年度	1.6%	1.8%

(出所) 日本銀行公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

※お知らせ 次回は7月28日（金）の発行となります。

※上記は過去の実績及び将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

## 投資信託にかかるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

## 投資信託にかかる費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.3%（税込）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率1.9525%（税込）  
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
- その他の費用・手数料・・・監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

＜ご注意＞

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

### 東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/> サービスデスク 0120-712-016  
(受付時間：営業日の9：00～17：00)

商号等：東京海上アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第361号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

### 【一般的な留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。